

学校编码: 10384

分类号: \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学 号: B200015003

UDC \_\_\_\_\_

学 位 论 文

中国股票市场审计意见信息含量研究

A Study on Information Content of Audit Opinions

in China's Stock Markets

庄 峻 晖

指导教师姓名: 吴世农教授

申请学位级别: 博 士

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交时间: 2004 年 6 月

论文答辩时间: 2004 年 7 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予时间: 2004 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2004 年 6 月

厦门大学博硕士论文摘要库



# 厦门大学博士学位论文

Ph.D. Dissertation of Xiamen University

中国股票市场审计意见信息含量研究

**A Study on Information Content of Audit Opinions  
in China's Stock Markets**

庄峻晖

Junhui Zhuang

厦门大学管理学院

School of Management

Xiamen University

China

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。  
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签字）：

年 月 日

## 诚信声明

本人声明：本论文是我申请厦门大学管理学院企业管理专业（财务管理方向）博士学位材料的组成部分。根据厦门大学研究生院颁布的《厦门大学关于博士研究生培养方案的规定》和《厦门大学研究生学位论文规范的通知》的要求，本人在论文撰写过程中，谨遵学术研究的道德规范和标准。作者感谢导师吴世农教授及导师组成员和论文答辩委员会委员的指导和帮助，文中的错漏概由本人负责。

博士学位申请人： 庄峻晖

签 字：

时 间：

## Honorary Statement

I state that this dissertation is a part of work for my application for doctoral degree of management in corporate finance. Following the guidelines of *Regulation on Ph.D. Candidates of Xiamen University* and *Regulation on Dissertation for Graduates of Xiamen University* stipulated by Graduate School of Xiamen University, I complied with the academic morality, regulations and standards during working on my dissertation. Acknowledgements are given to my supervisor, Professor Shi-nong WU, and other members of my supervisory team and dissertation defense committee while any error in this dissertation remains my own responsibility.

Ph.D. Candidate: Junhui Zhuang

Signature:

Date:

## 论 文 摘 要

为了保证证券市场信息质量,各国证券市场监管者无不把审计作为一项重要的监管制度在各项法律法规中予以明确规定,赋予注册会计师在证券市场提供鉴证服务的权利,同时规定其对投资者应承担的责任。因此,由注册会计师提供的审计信息成为证券市场强制披露的、重要的公开信息之一,它的作用在于:消除财务会计信息的不对称性,提高财务会计信息的可信性,增加财务会计信息的价值,为投资者提供可靠的保障。

在国内外证券市场上出现审计信息“失真”这一倍受各界关注的问题后,审计信息是否确实实现了监管者、投资者和管理层对它的期望是一个需要实践检验和科学研究的问题。因此,本文选择中国股票市场审计信息的一个子集合——审计意见,在证券市场审计本质、有效市场假说、公司治理和价值相关性研究等理论和方法论基础上,以 1995-2002 年间中国上海和深圳两个证券交易所上市公司的审计意见为研究对象,对中国股票市场审计意见的信息含量进行研究。研究结果表明:尽管非标意见具有信息含量,但市场未能对非标意见的公告及其经济含义做出及时的、正确的反应,市场对非标意见存在反应不足。此外,本文还发现非标意见对盈余反应系数(Earnings Response Coefficient, 缩写为“ERC”)产生影响——非标意见降低了会计盈余信息的有效有用性。此影响意味着非标意见通过会计盈余信息对股票收益率产生了间接影响。本文共分八章,内容概述如下:

第一章是导论。本章首先阐明选题动机之一是为了寻找注册会计师审计在中国股票市场发挥作用的证据,为关于注册会计师的市场作用、诚信等相关讨论提供必要的经验证据;其次,审计意见信息含量研究的现状——针对同一时期审计意见信息含量的研究得出了截然相反的结论,使得对审计意见信息含量做一次较为深入、全面的检验具有现实意义;以上两点是笔者选择此研究课题的初始动机。紧接着说明选题的意义,主要表现在:审计意见信息含量的检验从财务学角度看,是有效市场假说检验的一个有机组成部分,可以为中国股票市场有效性和财务学理论提供必要的经验证据;从审计学角度看,以实证的方法对证券市场审计本质进行验证可以为审计本质的研究提供必要的经验证据;从市场层面看,研究所获

得的发现可以为监管者、投资者和注册会计师提供有用的借鉴。

第二章是研究的理论基础。本章首先介绍了关于证券市场审计本质的三种代表性理论，在此基础上笔者坚持了信息论的观点，阐明审计本质是增加财务会计信息价值；其次以 Fama 的 3 篇综述性文献为基础，概述了有效市场假说；紧接着对公司治理产生原因和主要内容做了概述；最后对作为研究方法论的价值相关性研究从其定义、内容等进行简述。

第三章是研究的制度背景。本章首先从注册会计师制度和证券市场审计制度两个方面入手，分别介绍了中国证券市场审计信息供给与需求的制度安排，分析了注册会计师制度在 1992-2002 年之间的变化对审计信息供给的影响和审计信息披露规定的变化对审计信息需求的影响。紧接着分析中国上市公司股权结构的特点：“一股独大”、国家股控股和流通股比例低，以及这样的股权结构特点对上市公司治理结构设置和运作带来的影响。

第四章是文献回顾。本章分别对国外和国内研究审计意见信息含量的文献进行简单回顾，同时，对已有研究取得的成果和局限性进行简单评述，为研究设计提供学术基础。

第五章是研究设计。本章首先在证券市场审计本质、有效市场假说和价值相关性研究的基础上，提出本文的研究假设——“假设一：投资者对非标意见作出负面的反应”和“假设二：非标意见将降低财务会计信息的可信度”；其次在价值相关性研究方法、制度背景和文献回顾的基础上，选择研究变量和构造检验模型，特别是在控制变量的选择上，将反映上市公司股权结构特征的替代变量如法人股比例和反映经营状况的盈亏信息纳入到模型中，使模型的解释能力相对已有研究得到了较大提高；本章最后说明研究样本的初步筛选结果、研究数据来源与使用的软件。

第六章是实证研究结果与分析。本章首先对研究样本进行变量描述性统计，发现不同类型审计意见的研究变量具有显著差异性。接着对研究变量进行 Spearman 和 Pearson 相关性分析，发现股票收益率与检验变量、控制变量具有显著相关性。最后是多元回归分析及相应的敏感性分析：此部分的检验为短时窗检验（总时窗为  $(-4, +4)$ ），再细分为若干子时窗），采用股票收益率模型进行回归

检验，同时，还采用股票价格模型作检验，以排除“价格领先”效应对检验结果的影响；结果均未能发现非标意见和股票收益率（股票价格）存在显著负相关性的证据，但发现了非标意见与盈余反应系数存在显著负相关性的证据，即假设一未能获得支持性证据，假设二获得了经验证据的支持，且证据通过了敏感性检验。

第七章是进一步分析与检验。首先，借助证券市场审计本质论和行为金融学理论，从审计意见是否具有信息含量和市场是否存在反应偏差入手，分析第六章未能发现投资者对非标意见作出负面反应的原因，分别提出了“假设三：审计意见具有信息含量”和“假设四：市场对非标意见存在反应偏差”。其次，对审计意见与财务趋势的相关性进行检验，分别以第  $t$  年非标意见和第  $t+1$  年财务趋势作为因变量进行回归分析，验证非标意见与财务指标、财务趋势之间的相关性，从而验证非标意见是否具有信息含量。第三，对第  $t$  年非标意见与第  $t+1$  年股票收益率的相关性进行检验，以验证市场是否在非标意见上存在反应偏差。第四，控制非审计意见信息对股票收益率的影响，以进一步验证负的股票收益率并不单纯由非审计意见信息的公告所引起。最后，讨论并排除了未计量风险对以上检验结果的可能影响，得出本文最重要的检验结论：中国股票市场对非标意见存在反应不足。

第八章是总结、启示与局限性。本章首先总结第六、七章统计检验发现的证据：（1）非标意见具有信息含量，（2）市场对非标意见存在反应不足现象，（3）非标意见与盈余反应系数存在显著负相关性，（4）客户重要性水平对盈余反应系数具有负作用和（5）股权结构对股票收益率和盈余反应系数具有显著影响。上述证据不支持中国股票市场在审计意见方面具有效率的假设，但支持了证券市场审计可以提高财务会计信息价值的假设。接着，说明这些研究证据与结论对中国股票市场审计信息效率建设和如何发挥证券市场审计作用的若干启示，提出了加强注册会计师独立性的监督和给予注册会计师在使用解释性说明段方面更多选择权的政策建议。最后，指出本文研究存在的主要局限性及今后研究方向在于需要对市场反应偏差（非标意见反应不足）作更深入的理解。

本文的研究改进和创新之处在于：（1）从样本选择、研究变量定义、检验模型构造等方面改进了审计意见信息含量的研究设计，重新验证了 Chen 等人关于



中国股票市场审计意见信息含量这一具有争议的问题,得出中国股票市场审计意见具有信息含量但投资者反应不足的证据。(2)在获得上述检验证据的基础上,分析检验结果产生的原因,指出并证实审计意见具有信息含量,但市场忽视了审计意见的经济含义,即市场在审计意见的反应上与有效市场假说相悖。这是本文创新之一。(3)运用行为金融理论分析和检验市场是否对审计意见存在反应不足或反应过度现象,结果发现市场存在对审计意见反应不足现象,该现象不能简单地用风险补充来加以解释。这是本文又一创新之处。

本文研究获得的其他新发现包括:审计意见、客户资产规模、流通股比例、外资持股与盈余反应系数存在显著的负相关性,管理层持股则与之成正相关;外资持股与股票收益率存在显著的负相关性,管理层持股则与之相反;客户资产规模与审计意见具有显著的正相关性。

**关键词:** 审计意见、信息含量、反应偏差

## **Abstract**

Based on Efficient Market Hypothesis and the Audit Nature in Securities Markets, this paper focuses on the information content of audit opinions ,which is a subset of market information, and the role it may play in China's Stock Markets. Using China listed companys' audit opinions data between 1995-2002, this paper has not found any reliable evidences supporting investors react appropriately to modified audit opinions while audit opinions do have information content in China's Stock Markets. Further analysis and tests show that audit opinions do have economic implications, thus reduce no proper investors' reaction to another potential explanation, market reaction biases. Besides above findings, this paper also found that modified audit opinions and share structures have impacts on earnings response coefficients. The paper is organizes as follow:

Section one is the Introduction, which begins with the motivations of the thesis, and immediately followed by analysis of the theoretical and practical value, the research framework and main contents of the paper. Improvements and innovations of this research conclude section one.

Section two is the Theoretical Background of the Intended Research, which includes a brief introduction to the Audit Nature in Securities Markets, Efficient Market Hypothesis, Corporate Governance Theory and the Study of Value-relevance in Capital Markets.

Section three is the Institutional Background of the Intended Research, which describes auditing information institutional enviroments in China's Stock Markets in two folds: one is the supply side of auditing information, the institutions of China's independent auditing. The other is the demand side of auditing information, the disclosure regulations of auditing information. Another institutional background of Chinese characteristics, China listed companys' share structures, which have some implications for the research is also discussed in this section.

Section four is Literature Review, which gives an overall review of foreign and domestic studies on information content of audit opinions. Some comments are made at the end of this section, which will be taken into account in later research design.

Section five is Research Methodology, which covers the followings: hypotheses development, variables selection and definition, and model constructing. Sample selection procedures, data sources and statistics tools are also included.

Section six is Statistics Results and Analysis. In this section, descriptive statistics, correlation test and multivariate regression are used to test hypotheses compiled in section five and their results are analyzed in details.

Section seven is Further Analysis and Tests. In this section, whether audit opinions have economic implications for investors is tested firstly and significant supporting evidences are found. Secondly, the paper tests whether markets underreacts to audit opinions and finds the markets do underreact to modified audit opinions. A test to link the above findings is then conducted and the result excludes an alternative explanation that the market underreaction to modified audit opinions in year  $t+1$  may be due to other information disclosed in year  $t+1$ . Thus, the paper concludes that no proper market reaction to modified audit opinions is mainly due to market underreaction.

Section eight is Summary, Implications and Limitations. Based on previous sections' findings, the paper has found that audit opinions have information content but investors react improperly which is due to market underreaction. Besides, modified audit opinions and share structures have impacts on earnings response coefficients. Following the conclusion is the enlightenment for how to build an informational efficient market concerning audit information and how to strengthen auditing's role and usefulness in stock markets, and two specified suggestions are provided. The limitations and further improvements in research of such line are discussed at the end.

The improvements and innovations of this thesis include: (1)Improvements are

made on research design of information content of audit opinions and evidences are found to support the other's findings(Zhaohua Lin, 2002;Meihua Chen,2003) that investors don't react properly to modified audit opinions in China's stock markets. (2)Analysis and tests on the sources of no-information-content of audit opinions suggest that no significant market reaction to audit opinions is caused by market inefficiency on audit opinions while they do have economic implications. (3)Based on behavioral finance, further analysis and tests indicate that there exists market underreaction to audit opinions and the negative year  $t+1$  return on year  $t$  audit opinions can't simply interpreted by uncontrolled risks.

Other findings of the paper include:(1)Audit opinions and share structures have significantly correlation with earnings response coefficients. (2)Evidences derived from the aboved tests also suggest client's size proxied by total assets has influence on issuance of audit opinions and (3)share structure proxied by foreign shareholders and management holders can affect stock returns significantly.

**Keywords:** Audit Opinions, Information Content, Market Reaction Bias

# 目 录

论文摘要 .....	iv	删除的内容: i
第一章 导论 .....	1	
第一节 研究动机和选题意义 .....	1	
第二节 研究的主要内容与框架 .....	4	删除的内容: 1
第三节 本文的改进与创新 .....	7	删除的内容: 1
第二章 研究的理论基础 .....	11	删除的内容: 1
第一节 证券市场审计本质分析 .....	11	删除的内容: 1
第二节 有效市场假说概述 .....	14	删除的内容: 1
第三节 公司治理概说 .....	19	删除的内容: 1
第四节 价值相关性研究 .....	21	删除的内容: 1
第三章 研究的制度背景 .....	25	删除的内容: 1
第一节 1992-2002 年注册会计师制度的发展变化 .....	25	删除的内容: 1
第二节 审计信息披露制度 .....	28	删除的内容: 1
第三节 上市公司股权结构与公司治理 .....	29	删除的内容: 1
第四章 文献回顾 .....	33	删除的内容: 1
第一节 国外文献回顾 .....	33	删除的内容: 1
第二节 国内文献回顾 .....	35	删除的内容: 1
第五章 研究设计 .....	39	删除的内容: 1
第一节 研究假设 .....	39	删除的内容: 1
第二节 研究变量和检验模型 .....	41	删除的内容: 1
第三节 样本数据 .....	51	删除的内容: 1
第六章 实证研究结果与分析 .....	54	删除的内容: 1
第一节 描述性统计分析 .....	54	删除的内容: 1
第二节 Spearman 和 Pearson 相关性分析 .....	57	删除的内容: 1

第三节 多元回归分析：股票收益率模型.....	60	删除的内容: 1
第四节 敏感性分析：变量替换和窗口长度.....	66	删除的内容: 1
第五节 多元回归分析：股票价格模型.....	71	删除的内容: 1
第七章 进一步的分析与检验.....	78	删除的内容: 1
第一节 假设检验的依据与构造.....	78	删除的内容: 1
第二节 审计意见的信息含量.....	83	删除的内容: 1
第三节 市场反应偏差：检验一.....	93	删除的内容: 1
第四节 市场反应偏差：检验二.....	106	删除的内容: 1
第八章 结论、局限性与启示.....	110	删除的内容: 1
参考文献 .....	117	删除的内容: 1
后 记 .....	128	删除的内容: 1

# CONTENTS

<b>Abstract</b>	<b>viii</b>
<b>1.Introduction</b>	<b>1</b>
1.1 Motivations and Significance of the Thesis	1
1.2 Main Research Contents and Research Framework	4
1.3 Improvements and Innovations	7
<b>2.Theoretical Background of the Thesis</b>	<b>11</b>
2.1 Nature of Securities Markets Auditing	11
2.2 Efficient Market Hypothesis	14
2.3 Corporate Governance Theory	19
2.4 Value-Relevance Study	21
<b>3. Institutional Background of the Thesis</b>	<b>25</b>
3.1 The Development of China CPA Industry between 1992-2002	25
3.2 The Disclosure Requirements on Audit Information	28
3.3 China's Listed Companys' Share Structure and Its Impacts On Corporate Governance	29
<b>4. Literature Review</b>	<b>33</b>
4.1 Review on Foreign Literature	33
4.2 Review on Domestic Literature	35
<b>5. Researching Methodology</b>	<b>39</b>
5.1 Development of Hypothesis	39
5.2 Variables and Models	41
5.3 Sample Selection	51
<b>6. Statistical Results and Analysis</b>	<b>54</b>
6.1 Descriptive Statistics	54
6.2 Spearman and Pearson Correlation Analysis	57
6.3 Multiple Regression Analysis: Stock Return Model	60
6.4 Sensitivity Analysis: Alternative Definitions and Length of Event	

Windows.....	66
6.5 Multiple Regression Analysis: Stock Price Model.....	71
7. Further Analysis and Tests.....	79
7.1 Hypothesis Development and Test Framework.....	79
7.2 Audit Opinions and Financial Performances.....	85
7.3 Market Reaction Biases: First Test.....	94
7.4 Market Reaction Biases: Second Test.....	107
8. Summary, Implications and Limitations.....	111
References.....	119
Postscript.....	130



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库